

英国におけるベンチャー・キャピタル市場の現状について

1999年12月

廣島鉄也

日本銀行

海外事務所ワーキングペーパーシリーズ 99-4

Chief Representative Office in Europe
Bank of Japan

7-11 Moorgate
London EC2R 6AF, UK
Tel. 0171-606-2454
Fax. 0171-726-4819
E-mail: hirosima@boj.co.uk

英国におけるベンチャー・キャピタル市場の現状について¹

1 . はじめに

近年の米国経済の好調を論じる際に、ベンチャー企業への活発な投資とハイテク部門の高成長に注目する考え方がしばしば聞かれており、この点を踏まえ、各国においてベンチャー振興に向けた活発な議論や取り組みが行われている。この点に関して、英国のベンチャー・キャピタル市場は、投資金額で見ると米国に次いで世界第2位の規模を誇っているものの、内容的には、期待されるような創業期のハイテク企業への投資が伸び悩んでおり、モデル・ケースとしての米国市場との差異が大きい事が知られている。しかしながら、その一方で、事業リストラクチャリングを容易とするようなMBO（Management Buy-Out < 現マネジメントによる企業買収 >）を中心としたBuy-out市場の発展が見られており、その点を評価する声も多い。本稿では、英国における、ベンチャー・キャピタル市場の現状について、米国市場との比較を適宜交えながら紹介する事とする。

なお本稿の構成は以下の通り。まず2 . ではベンチャー・キャピタルに関連する幾つかの概念を整理すると共に、英国のベンチャー・キャピタル市場を概観する。次に3 . で、英国のベンチャー・キャピタル市場の構造を規定している諸要素についてやや詳しく説明し、最後に4 . で若干のインプリケーションを述べる。

¹海外事務所ワーキングペーパーシリーズは、日本銀行海外事務所スタッフによるリサーチ活動の成果をとりまとめたもので、金融市場参加者、研究者等、有識者の方から幅広くコメントを頂戴する事を企図しています。ただし、論文の内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは各海外事務所の公式見解を示すものではありません。

2. 英国におけるベンチャー・キャピタル市場の現状

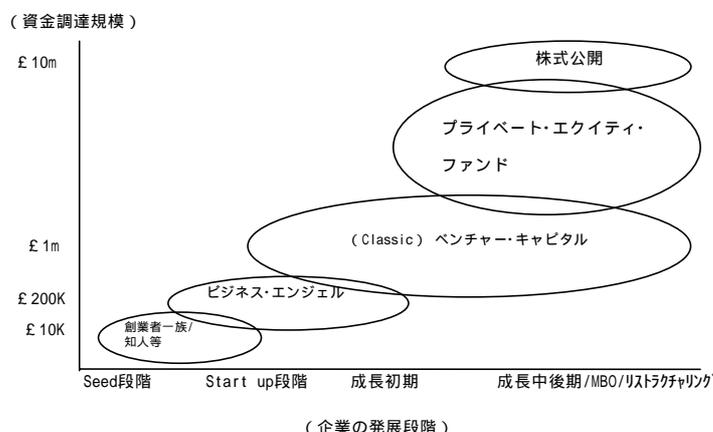
(1) ベンチャー・キャピタルとプライベート・エクイティ

一般的に言うベンチャー・キャピタル市場は、規模や内容が異なった様々な投資活動を内包している。すなわち、企業の発展段階毎に分けて捉えた場合²、例えば事業調査などを行い始めた程度の正に創業期の企業（seed 段階）に対しては、創業者一族やいわゆるビジネス・エンジェルと呼ばれる個人富裕層から資金供給がなされる場合が多い。その後、事業内容の詳細が確定し実際のオペレーションを開始する段階（start-up 段階）になると、ハイ・リスクの創業期企業を中長期的に支援し、ポートフォリオ内の一部に過ぎない成功企業への投資に伴うリターンにより収益を上げる、純粋な意味でのベンチャー・キャピタル（言わば Classic Venture Capital）が前面に出るようになる³。しかしながら、ここで注意が必要なのは、自らをベンチャー・キャピタルと呼称する組織には、創業期企業への投資を行うタイプ、成長中後期の企業への投資を行うタイプ、など様々なステージに特化したファンドや、逆にこれら複数のステージへの投資を実施している大型ファンドなど、多種多様なものがあり、ここから先は企業の発展段階別に対応する資金供給主体を区別する事が難しくなる点である。更に、そもそも事業育成というよりは既存企業で高い成長ないし経営改善効果が見込める企業の未公開株式（private equity）投資を行う組織については、ベンチャー・キャピタルとは呼ばずに、プライベート・エクイティ・ファンドという別の呼び方をすることが多くなっている。そして概して言えば、後に詳しく見る Buy-out などを手掛けているのはプライベート・エクイティ・ファンドが太宗と言えるものの、ベンチャー・キャピタルが同種のディールを行っているケースもあり、結果として現状、両者をほぼ同義と見て議論が行われている場合が少なくない（図表1）。

² なお、本部分での整理は主に、Angier[1999]に依っている。

³ このように組織立ったベンチャー・キャピタルを Formal Venture Capital、ビジネス・エンジェル等を Informal Venture Capital という形で区別するケースも多い。

(図表 1) 企業の成長段階と中心となる資金供給主体 (概念図)



(資料) Venture Capital Report Ltd., Venture Capital Report Guide 1999

このように考えると、中堅・中小企業に対する直接的な資金供給活動をまとめて、単一の「ベンチャー・キャピタル市場」と呼称して把握する事が適切かどうかについては、相当程度、議論の余地があると言えよう。しかしながら、現在の所、上記に挙げたような一連の投資活動を行っている主体が英国における「ベンチャー・キャピタル団体」(British Venture Capital Association < 以下 BVCA >) に加盟し⁴、各種統計もこれらの各主体をカバーしたベースで作成されている事、我が国において現状、「ベンチャー・キャピタル」の方が相対的には「プライベート・エクイティ」よりも一般的であると考えられる事、などから、本稿では、便宜的に上述のような各主体を「ベンチャー・キャピタル」と見なした上で、市場構造の把握などを進めていく事としたい⁵。

⁴ 因みに、欧州全体をカバーする団体、EVCA の場合、正式名称は、European Private Equity & Venture Capital Association となっている。

⁵ なお、本稿では Formal Venture Capital を中心に見る事とし、いわゆるビジネス・エンジェルなどの Informal Venture Capital については他稿に譲る事としたい。因みに、Informal Venture Capital が Formal Venture Capital の数倍の規模を持つと見られている米国に比べれば、英国におけるビジネス・エンジェルなどの役割は限定的と考えられるものの、こうした活動全体の数量的な把握が極めて困難である点には十分に留意する必要がある (参考までに、BVCA が把握している数値を単純に示せば、ビジネス・エンジェルのネットワーク数は近年増加しているものの < 93年: 17 98年: 45 >、97年~98年の年間投資額は25百万ポンド < ベンチャー・キャピタル市場全体の1%未満 > に止まっている)。

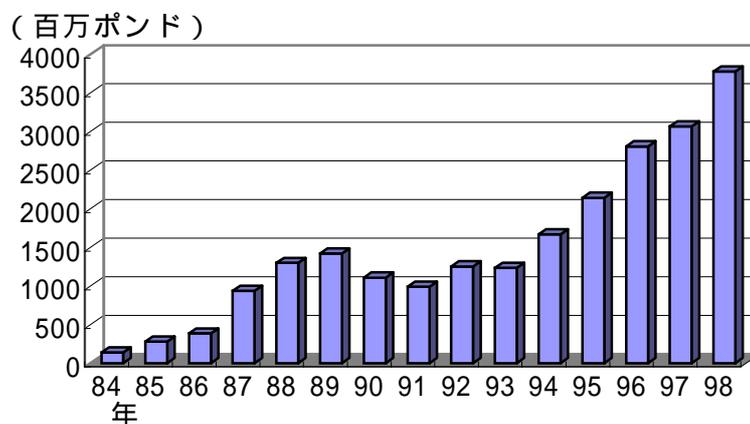
(2) 英国のベンチャー・キャピタル市場

上記の様な整理をベースに英国のベンチャー・キャピタル市場の現状を概観すると、以下のような特徴がある事が分かる。

(市場規模の順調な拡大)

英国のベンチャー・キャピタル市場は、資産価格全般にバブル的な状況が見られた80年代後半に急拡大を見せた後、90年代初めの景気後退期に一旦減速した。しかしながら、90年代半ば以降は、実体経済の息の長い拡大や低金利といった良好なマクロ環境、後に見るような海外資金の流入急増などから、再び急速な拡大を示しており、98年の投資実績は1,122件、38億ポンドとなっている(図表2)。これを米国の同年の実績、160億ドル(約97億ポンド)⁶と比較すると、4割程度の規模という事になるものの⁷、他の欧州諸国と比較すると、英国の投資金額は単独で欧州全体の約半分(49%)と圧倒的なシェアを占めており、英国が米国に次ぐ世界第2位のベンチャー・キャピタル市場を有している事が分かる(図表3)。

(図表2) ベンチャー・キャピタル投資額

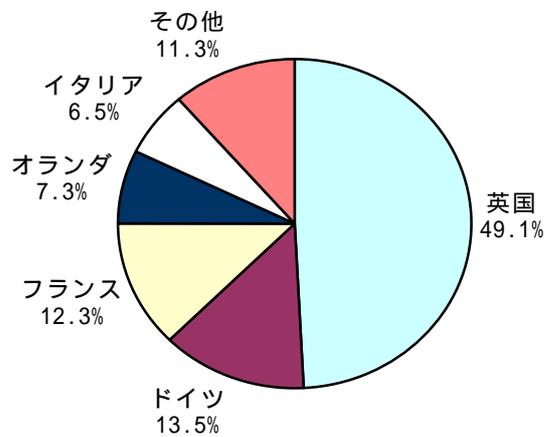


(資料) BVCA, Report on Investment Activity 1998

⁶ 米国のベンチャー・キャピタル団体 NVCA (National Venture Capital Association) 調べ。なお為替レートは98年平均(1ドル=0.6038ポンド)を利用。

⁷ 各国のベンチャー・キャピタル統計は必ずしも統一されている訳ではない点に留意する必要があるものの、英米の経済規模の差(米国のGDPは英国の約6倍)を考慮すれば、英国の市場規模は米国のそれを上回るとの見方も可能である(対名目GDP比:米国0.19%、英国:0.45%)。

(図表3) 欧州内におけるベンチャー・キャピタルの投資金額シェア



(資料) EVCA, 1999 Yearbook

(Buy-out タイプ中心の投資内容)

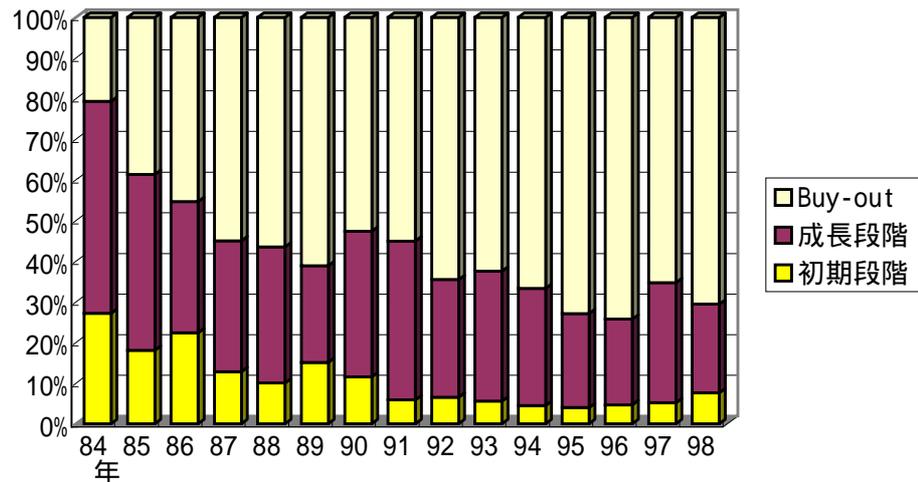
このような、金額ベースで見たベンチャー・キャピタル市場の拡大は、必ずしも米国の様にコンピューターやバイオテクノロジーといったハイテク・ベンチャーに対する強い起業支援に繋がっているとは言い難い。例えば98年のハイテク企業への投資割合を見ると、米国では81.2%と高い比率を占めているのに対し、英国では18.7%に止まっている⁸。次に成長ステージを初期段階 (early stage)、成長段階 (expansion)、Buy-out タイプの3段階に分け、投資シェアの推移を見ると、1984年には27%を占めていた初期段階が98年には8%程度に落ち込む一方、Buy-out タイプが全体の2割から7割にシェアを高め、現状圧倒的にBuy-out タイプのディールが中心となっている事が分かる (図表4)⁹。このように、英国のベンチャー・キャピタルは成長初期

⁸ 米国は、NVCA 調べによる産業別投資内訳のコンピューター (ハード、電子部品を含む) コミュニケーション、メディケア、バイオテクノロジーの合計の比率。英国はBVCA 調べによるハイテク投資額の比率。

⁹ もっとも、投資金額でシェアを見る場合には、そもそも創業段階の企業の所要金額は小さく、既存会社のBuy-outなどの必要資金は大きいという特性の違いに注意する必要がある。例えば、98年の初期投資の1件当たりの金額は119万ポンドであるのに対し、Buy-out タイプでは833万ポンドと大きな格差が存在する (BVCA 調べ)。

の企業を育成するというよりも、相対的にリスクが小さい既存企業を対象とするプライベート・エクイティ投資の色合いが濃く、米国との比較で言えばミドル・リスク指向が一つの特徴と言える。

(図表 4) 段階別に見たベンチャー投資の内訳



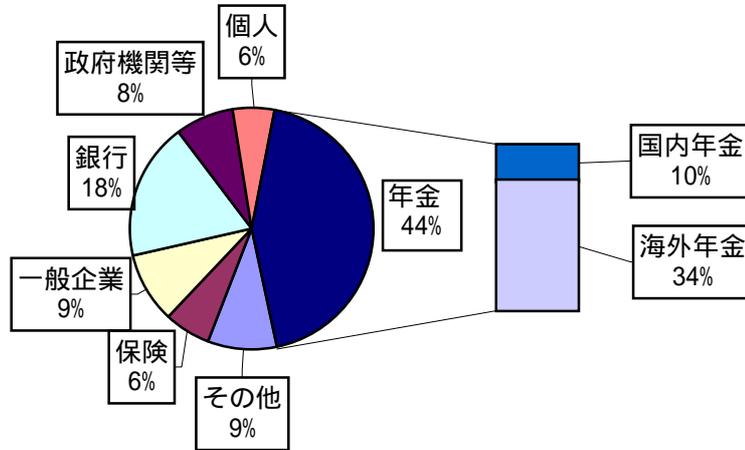
(資料) BVCA, Report on Investment Activity 1998

もっとも英国においても、近年の米国におけるハイテク投資ブームを眺めて、同部門への関心は高まっており、投資額自体は、ここ数年間で顕著な伸びを示している(95年 : 253百万ポンド < 投資額シェア : 11.8% > 98年 : 707百万ポンド < 同 18.7% >)。

(ベンチャー・キャピタルに対する資金供給主体)

次に、BVCA 加盟のベンチャー・キャピタルに対する資金供与先(英国から海外への投資原資も含むベース)を見ると、年金基金が44%と最もシェアが高く、次いで銀行が18%を占めている(図表5)。この内、年金を国内、国外で分けて見ると、海外の年金基金が全体の34%と、英国の年金基金(10%)の3倍のシェアを占め、単独で最も大きな資金供給主体となっている。

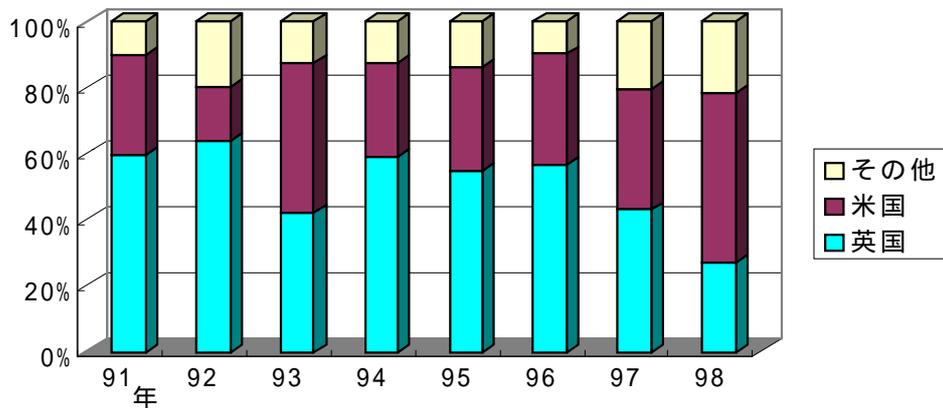
(図表 5) ベンチャー・キャピタル投資資金の供給主体



(資料) BVCA, Report on Investment Activity 1998

また、単純な地域別統計で見ると北米を中心とした海外資金が年々比重を高めており、98年には国外資金が全体の73%という極めて高いシェアに達している(図表6)。このため、近年の市場の急拡大は、主に米国機関投資家の国際分散投資の活発化に支えられていると解釈する事が出来る。

(図表 6) 地域別に見たベンチャー・キャピタル投資資金の供給先

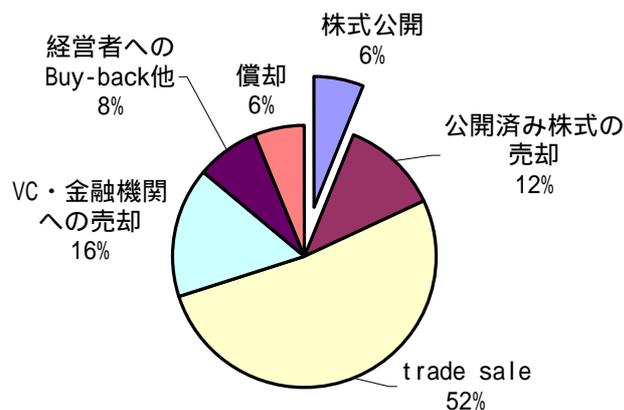


(資料) BVCA, Report on Investment Activity 1998

(trade sale 主体の投資からの退出 < exit >)

米国モデルにおいては、ベンチャー・キャピタルは、保有株式の公開によって投資利益を実現する（投資から退出 < exit > する）ルートがメインであるとされ、株式公開を容易にする発展した小型株（ないし新興企業向け）株式市場の存在が重要であると考えられている。こうした観点から見た場合、英国の市場は、やはり異なった構造を有している（図表7）。すなわち、exit で最大のシェアを占めているのは trade sale（一般企業などへの売却）で全体の52%となっており、次いで、他のベンチャー・キャピタル及び金融機関への売却（言わばセカンダリー・マーケットでの処分）が16%あり、株式公開は6%に過ぎない（もっとも、その他に既に公開した企業の株式の売却も12%あるため、広い意味での株式市場を通じた退出は2割程度に達すると見る事も可能である）。このように他の購入者への直接売却が全体の7割近くと圧倒的に高い比重を持っている。こうした意味で、英国のベンチャー・キャピタル市場は、あくまでもプライベート・エクイティの世界の中で自己完結する傾向にある事が分かる。

(図表7) ベンチャー・キャピタル投資からの退出 (exit) の内訳



(資料) BVCA, Report on Investment Activity 1998

3. 英国のベンチャー・キャピタルの特色と評価

2.で概観したように、英国のベンチャー・キャピタルは規模的に順調な拡大を見せている反面、Buy-out タイプのシェアが圧倒的に高く、初期段階の投資が十分に行われていないと見られている。この点については、ハイテク・ベンチャーの振興を通じた経済の活性化に強い関心を示す政府などを中心に、批判的に捉える向きが少なくない。一方で見方を変えれば、海外資金を含めた豊富な投資原資を背景に、活発なプライベート・エクイティ投資が行われているとして、これを積極的に評価する事も可能である。以下では、こうした英国のベンチャー・キャピタル市場の構造を規定する特徴的な要素の内、一般的にハイテク・ベンチャー投資の阻害要因であると指摘される事が多い、(1)国内年金基金の投資スタンス、(2)exitにおける floatation(株式公開)の少なさ、(3) Buy-out 市場の発展の様子について、それぞれ内容を点検していく事とする。

(1) 国内年金基金のリスク回避スタンス

国内年金基金は、英国内の資金供給主体の中では最も投資金額が大きいものの¹⁰、既に見たように、そのシェアは海外年金基金の3分の1に止まっている。むしろ、絶対額で海外資金が多い事自体は、それだけ資本の呼び込みに成功している証左であると積極的に評価する事も可能である。しかしながら、年金基金の資産総額に占める対ベンチャー投資のシェアを見ても、一般的に米国では5%程度とされているのに対し、英国では1%弱に止まっていると言われており¹¹、BVCAなどは、この点をベンチャー・キャピタル、特に創業期企業への投資の阻害要因と見なして、非難する姿勢を強めている。こうした問題意識は、政府部門においても共有されており、特に今年7月、ブレア首相がBVCAのコンファレンスにおけるスピーチで、年金基金にベンチャー投資の積極化を

¹⁰ 全体に占めるシェアで見ると、国内年金基金：10%、国内銀行：7%、後は、国内保険、個人、その他が各3%、国内企業：1%となっている。

¹¹ この点については、必ずしも包括的な調査結果がある訳ではないが、例えばBVCAが英国の機関投資家にベンチャー投資の増加を促す活動の一貫として行なったサーヴェイ(“Why do they refuse to benefit from venture capital's consistently superior returns?”)では、対象となった米国の機関投資家のベンチャー投資比率が6.9%であるのに対し、英国の機関投資家の同じ比率は0.9%との数値が示されている。

促し、この点に関する速やかな反応を要求したのに対し、9月には年金基金協会（NAPF < The National Association of Pension Fund >）が反論ペーパー（“Pension funds and venture capital”）を提出。この他、各種コンサルティング会社などからも、一般的な低金利環境下の運用難に係る問題とも絡めた、関連するレポートなどが発表され、広く注目を集める事となっている¹²。

こうした一連の議論の中で指摘されている、国内年金基金の消極姿勢の背景は以下の通り。

80年代後半のブーム期の失敗経験

80年代のベンチャー・ブームにおいては、一般的な資産価格上昇と同様、金融自由化による競争激化や低金利を背景に銀行部門からの資金供給が急増、ベンチャー・キャピタル側にもポートフォリオ管理的な発想が乏しいなど、投資技術の未熟さがあり、甘目の収益見通しを基に、特定企業に投資を集中させるといったハイ・リスク投資が増加。この結果、88年以降の金融引締めとそれに続く90年代初頭の景気の落込みに伴い、事後的に多額のロスを出すケースが続出する事となった。このような過去の失敗経験が、「ベンチャー投資は、投資判断に要する種々のコストに見合わない、過度にハイ・リスクなもの」との強いイメージに繋がり、新規投資への強い抑制要因となっていると考えられる。例えばBVCAが98年12月に行ったサーヴェイ（脚注11参照）では、現在ベンチャー・キャピタルに投資を行っていない年金基金に、その理由を尋ねたところ、「リスク」（64%）、「投資上のルールないし規制」（45%）という一般的なものに続き、「過去の投資経験（36%）」が3番目に大きなウェイトを占めている。

専門知識を持ったベンチャー・キャピタリストの不足

小人数でファンドを管理する事が多い年金基金サイドはもちろんの事¹³、ベン

¹² なお、NAPFは現在BVCAと共同で検討ペーパーの作成作業を行っている（London Business Schoolに委託）。

¹³ 前述のBVCAサーヴェイ（脚注11参照）では、英国の場合、回答者の3割がChief Investment Officerであったのに対し、米国の場合、ほとんどがAlternative/Private Equity Managerであった事を紹介。米国の機関投資家においてベンチャー投資の体制が整備されている事を示唆するものと指摘している。

チャー・キャピタルや資産運用会社などでも、米国と比較した場合、創業期ハイテク企業の特徴を理解したアナリスト等が極端に不足しており、そもそも、そうした企業をモニタリングする体制が十分に整っていない。このような分析・モニタリング能力の欠如が、結局はベンチャー投資をハイ・リスクなものとして排除する一つの背景になっているほか、仮にベンチャー投資を行ったとしても、相対的にモニタリング・コストが小さい、既知の業種における大型 Buy-out などを選好する行動に繋がっていると考えられる。また、国全体としてのハイテク・ベンチャー専門家の不足は、米国における Fund of Funds や Gatekeeper といった、情報生産能力をベースに、投資家とベンチャー企業との間の仲介機能を果たすサービスの不足に繋がっており、投資を困難にさせていると考えられる。

こうした情報ギャップの問題は BVCA も重要視しており、特にベンチャー・キャピタル投資の収益開示には積極的に取り組んでいる。例えば 91 年には、ベンチャー・キャピタル・ポートフォリオの統一開示基準を定めたガイドラインを制定。また、95 年からは民間コンサルティング会社と共同で Performance Measurement Survey の公表を開始している。もっとも、同サーヴェイは現状、英国で唯一のベンチャー投資のパフォーマンス開示資料である事を考えると、やはり米国に比べ投資判断をサポートする情報量は貧弱であると言える。

投資スタンスの保守化を促す要因の存在

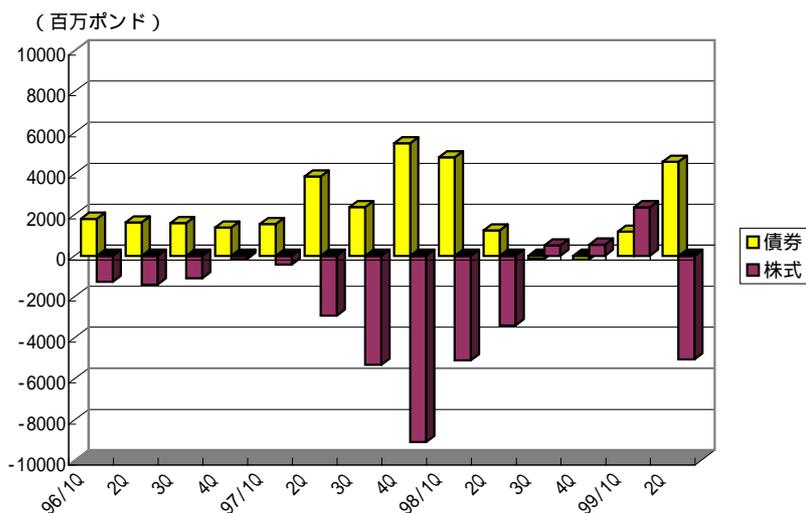
英国の年金基金については、prudent man ルール（年金基金のマネージャーに適切な投資分散を通じた prudent investor としての行動を求めるもの）の存在を除くと、数量的な投資配分規制は存在しておらず、また過去の高インフレ経済への対応もあって、従来から株式保有の比率が高い事で知られている¹⁴。しかしながら、近年は既に満期を迎え、払出負担が重くなっている基金が増加しており、全般的に安全資産を保有するインセンティブが強まっている。

¹⁴ Philip[1996]によれば、1992年の段階で大陸欧州主要国の年金基金の株式投資比率は30%以下に止まっているのに対し、英国では同比率が80%に上っており、顕著な差異が認められている。

また近年導入されたソルベンシー・テストも、投資スタンスの保守化に拍車をかけている。すなわち、英国では、4億4千万ポンドという巨額の年金資金の不正流用が発覚した Maxwell スキャンダルなど、年金を巡るトラブルの発生を受けて、関連法の見直しが行われ、95年に The Pension Act 1995 を制定。これを補完する形で、97年に The Occupational Pension Scheme Regulation が定められ、この中で Minimum Funding Requirement (MFR) が設定された。これは年金スキームが突然停止した場合においても、常に必要払出額を100%カバーする流動資産保有を義務付けるソルベンシー・テストであり、2007年までの完全遵守を促すべく、3年毎のチェックが行われる仕組みとなっている。このチェックを行う際の資産ベンチマークは、英国の上場株式並びにギルト債（普通債並びにインデックス債）のみから構成されている。このため、年金基金にとってはMFRをクリアするためには、これらの資産から構成されるインデックスを追う事が最も容易な方法と言え、プライベート・エクイティ、特に初期段階への投資のようなボラティリティの高い資産保有は、規制遵守上のリスクを高めるものとの主張を年金基金サイドは行なっている。

このような事情を反映し、近年では資産構成を国内株式から債券にシフトさせる動きが顕著となっている（図表8）。

（図表8）英国年金基金の債券並びに株式への投資

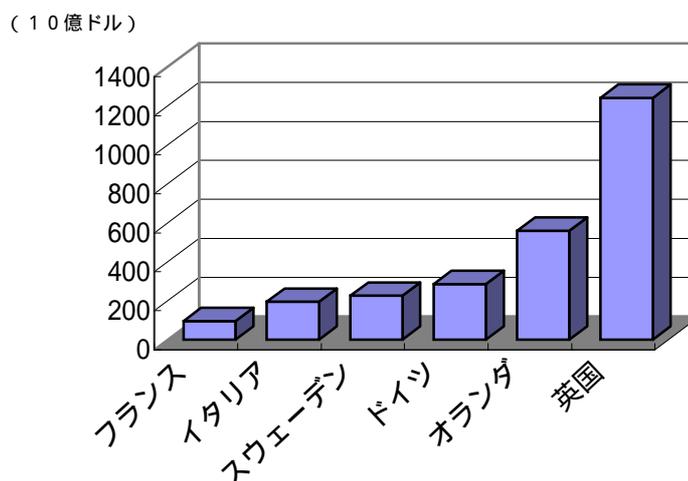


（資料） Office for National Statistics

(年金基金のリスク回避傾向が持つインプリケーション)

米国のベンチャー市場の発達を論ずる際には、投資規制が緩い発達した私的年金の存在が挙げられる事が多い。実際、銀行や証券会社の資金を原資にした場合に比べ、年金基金は長期投資が可能であり、短期のリスク許容力が高いと考えられる事、銀行系などのベンチャー・キャピタルの場合には投資審査などにおいて、(慎重な)親会社の意向を受け易くなる事、などから豊富な年金基金の存在はベンチャー発展という観点からは好条件と見る事が出来る(図表9)。また既に見たように、高インフレ経済において資産運用効率を向上させるインセンティブを有してきた事もあり、決してリスク・テイクに消極的だった訳ではない。しかしながら、実際には上記の様な理由により、国内の年金基金が、ベンチャー・キャピタル市場において、極めて活発な役割を果たしているとは言い難い。このように見ると、比較的投資制約が緩い民間投資資金の存在が、自ずから活発なベンチャー投資を保証する訳ではなく、ベンチャー投資のリターンに係る情報開示などによって、投資インセンティブの阻害要素を可能な限り除去し、ベンチャー投資がポートフォリオ構築上、無視出来ない asset class であるとの認識が浸透するような環境整備が重要と言える。

(図表9) 欧州各国の年金基金資産額



(資料) 99年10月5日付 FT 紙、European Pension Provision

なお BVCA は、年金基金にベンチャー投資を促す活動の一貫として、上述の Performance Measurement Survey に、年金基金のトータル運用利回りも掲載し、全ベンチャー投資の収益率が概ね高い点を強調している。もっとも、実際に示されているベンチャー投資の収益実績を見ると、Buy-out タイプの収益率の高さが際立っており、本データを基に、創業期ハイテク・ベンチャーへの投資不足に関連する非難を行なう事は、必ずしも適当とは言い切れない（図表 10）。

（図表 10） 投資種類別に見た収益実績

（年率％）

	1998	3年間	5年間	10年間
初期段階	-27.8	4.0	7.3	8.4
成長段階	13.9	27.4	22.9	8.9
中型MBO	19.7	29.6	27.7	15.1
大型MBO	28.4	28.1	23.3	22.9
一般型	64.8	33.8	20.7	7.1
年金総リターン	14.0	13.8	11.0	13.3

（注 1） 中型 MBO はエクイティ投資額が 2 百万ポンド～ 10 百万ポンドのケース（これを下回る投資は成長段階、上回る投資は大型 MBO に分類）。一般型は各ステージへの投資が混在したファンド。

（注 2） シャドウは年金総リターンを上回るものを指す。

（資料）The WM Company / BVCA, Performance Measurement Survey 1998

（ 2 ） exit における floatation（株式公開）の少なさ

2. で見たように、ディールからの exit において、floatation（株式公開）が少なく、trade sale（一般企業などへの売却）が過半を占めているのが一つの特徴となっている。この背景には以下のような要因が指摘されている。

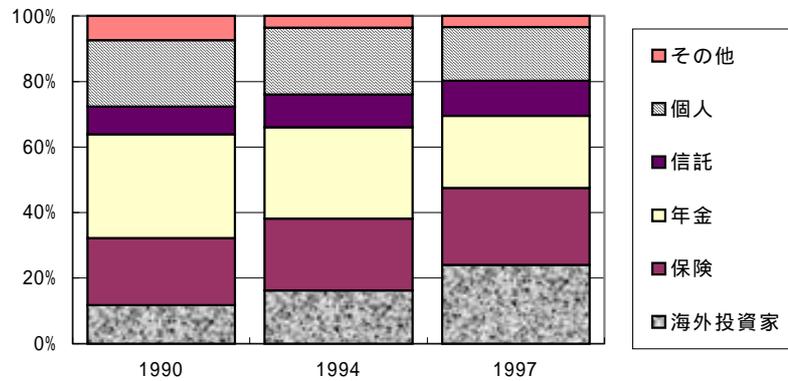
小型株の低パフォーマンス

英国の株式市場は、個人株主がさほど多くなく、海外投資家が大きいウェイトを占めているほか、国内でも機関投資家がメインの保有者となっている（図表11）。これらの機関投資家や資産運用会社は、近年の活発な金融再編の動きの中で、集約化・大型化が進んでおり、結果として、発行額や浮動株比率、対象セクターなどに関して一定以上の基準を満たした大型株に投資が集中、更にそうした基準も漸次引き上げられる傾向にある。またインデックス運用の比率も漸次上昇しており、現在全体の2割程度に達しているとされている。このため、近年の株価上昇局面においても、大型株に対して小型株のパフォーマンスが著しく見劣りしている事が、大きな特徴となっている。実際、大型株と小型株のパフォーマンスを見ると、今年に入って漸く小型株も高い上昇を示しているものの、過去数年程度の期間で見た場合、明らかに大型株に対して見劣りしている事が分かる（図表12）¹⁵。

KPMGが99年4月に公表したファンド・マネージャーを対象としたサーヴェイ（“Investment in smaller capitalization companies”）によると、小型株の問題点として7割以上のマネージャーが流動性の欠如を挙げている。また希望する浮動株比率は平均で53%（金額ベースで58百万ポンド）とされている。これを基に必要な発行時価総額を求めると1億ポンド強になるものの、ロンドン証券取引所の全上場企業の内、約5割弱は発行時価総額が1億ポンドを下回っており（98年末）、投資家サイドの希望と現実との大きな乖離が認められる。

¹⁵ なお大型株を構成する英国の大企業は、グローバル展開をしているケースが多く、近年のポンド高の影響を受け難い事も、大型株と小型株のパフォーマンスの乖離の理由の一つと考えられる。

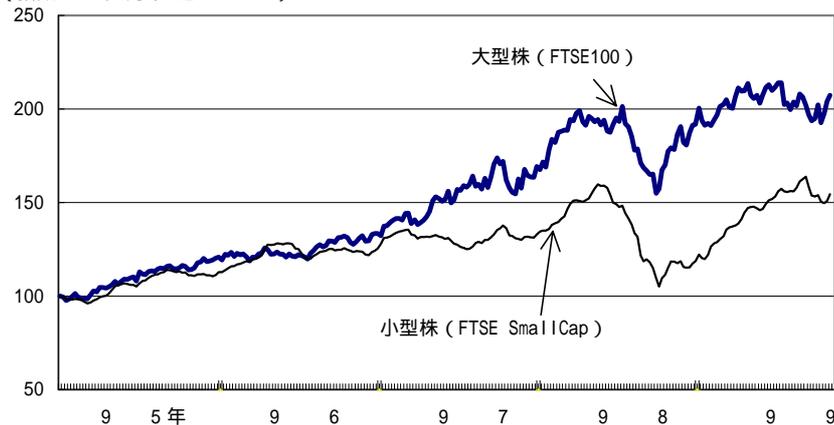
(図表 1 1) 株式の保有主体別内訳



(資料) Office for National Statistics, Share Ownership

(図表 1 2) 大型株並びに小型株のパフォーマンス

(指数 : 95年1月第1週 = 100)



(資料) Bloomberg

また、英国にはいわゆる新興企業向け市場として、AIM (Alternative Investment Market) が 1995年に設立されているものの、同市場も期待通りのパフォーマンスを見せているとは言い難い。AIMは、その前身とも言えるUSM (Unlisted Securities Market) が、90年代入り後、上場基準が緩和された official market との差異の喪失などから停滞した事を受け、極めて緩やかな上場基準などを打出して登場したものの、当初からUSMの企業を引き継ぐ形で成立したため、既存の低成長産業も多く抱える格好になった。ここにポンド

高に伴う従来型の製造業セクターの不振や、上述のような英国機関投資家の小型株敬遠傾向などもあって、ハイリスク・ハイリターンの高成長市場という reputation を獲得する事に失敗。市場流動性が低下し、これが機関投資家を更に遠ざけるという悪循環が生じている。以上のような小型株ないし新興市場の reputation の低さは、企業にとっての公開による資金調達上のメリットや、ベンチャー・キャピタル側にとっての公開時の期待利益を減ずるものである事は言うまでもなく、これが、創業期のベンチャー企業への積極的な投資と IPO の活発化の相互作用が、ベンチャー市場全体を拡大させていくという米国の状態との大きな相異を生み出している。

ベンチャー・キャピタル側の投資姿勢

英国のベンチャー・キャピタルは従来、低リスクのプライベート・エクイティ投資を中心とした、merchant capital 的色彩が濃く、経営参画による企業育成には積極的ではないと言われている。このような、言わばミドル・リスク投資を、ミドル・リターンによって回収する投資手法は、結果として創業期企業投資よりも高い収益を生み出しており（前出図表 10）、現状、敢えて、「ハイ・リスクの創業期企業への投資を IPO によって回収」という形を追求するインセンティブは高いとは言えない。また、既に挙げたリスク回避指向ないし安定パフォーマンス指向の強い年金基金など機関投資家の資金提供を受け続けるため、短期間の内にコンスタントに収益を上げる必要性が高い事も、一般的に懐妊期間が長い、企業育成 IPO というルートに向かおうとしない理由の一つと考えられる。

マンチェスター・ビジネス・スクールが 99 年 9 月に発表した調査によると¹⁶、公開中小企業は未公開中小企業に比べて売上げや雇用者数の伸びなど、規模的な面の拡大が目立つものの、収益性では公開中小企業が未公開中小企業に劣っており、結果として株主資本収益率も未公開中小企業株の方が高い事が示されている¹⁷（図表 13）。こうした実績を見る限り、現状、プライベート・エクイティ投資の選好は、

¹⁶ Manchester Business School and Tilney Fund Management, The Financial Development of Smaller Private & Public Ltd. Companies (SMEs), September 1999.

¹⁷ 本調査では、企業の操業年数などに関するデータが無いため、こうした公開企業の低収益体質が、単に企業の成長拡大期に見られる過渡的なものなのか、またはその他の要因があるのか、等については必ずしも明らかではない。

合理的な行動と見なす事が出来よう。

(図表 1 3) 公開中小企業と未公開中小企業のパフォーマンス

	未公開企業	公開企業
売上高 (95-97)	26.5	42.3
従業員数 (95-97)	15.8	29.1
利益マージン (97)	12.9	8.1
株主資本収益率 (97)	41.0	14.5

(注 1) 売上高、従業員数は 9 5 ~ 9 7 年の 3 年間の増加率。

利益マージン、株主資本収益率は 9 7 年の実績値。

(注 2) シャドウは未公開企業、公開企業を対比して数値が高い方を示す。

(資料) Manchester Business School / Tilney Fund Management, The Financial Development of Smaller Private & Public Ltd Companies (SMEs)

(小型株市場の今後)

現状、中小企業サイドを見る限りでは、過去数年間に亘って形成された株式市場への公開を敬遠するスタンスは、足許の小型株の相場上昇を眺めても、容易には変化しない様子が窺われている¹⁸。また、中小企業だけを対象として見た場合、株式市場の役割をプライベート・エクイティ・ファンドが肩代わりしているような状況を積極的に評価する声も聞かれている。しかしながら、やはり米国型市場の発展を考えた場合、ハイテク・ベンチャー投資の増加と新興企業向け市場の拡大がセットで実現し、ベンチャー市場全体が質的に変化を遂げる必要がある事は言うまでもない。こうした意味では、最近、成長性の高い小型株市場の創設ないし発展に向けた取組みが加速しつつある点は好材料と

¹⁸ マンチェスター・ビジネス・スクールの調査 (脚注 1 6) によると、公開による資金調達を考えている中小企業の割合は、9 8 年調査の 5 0 % から 2 5 % に低下している。また AIM のみに対象を絞ったサーヴェイ ("Taking AIM", HLB Kidsons 社) では、AIM での公開を検討している企業は前年調査の 6 8 % から、やはり 5 6 % に低下。逆に AIM への上場を検討しないとす企業の割合は、1 8 % から 3 8 % に上昇しており、未公開企業の間で株式公開への関心が薄れている事が示唆されている。

言える。すなわち、開設以後急成長を遂げたドイツの新興企業向け市場ノイア・マルクトなどに比べた AIM の不振などを受け、ロンドン証券市場は 99 年 11 月より新たにハイテク企業向けの新指数 (TechMARK) を立上げている¹⁹。また同じく 11 月に入って、ブラウン大蔵大臣自らが積極的な誘致活動を行った、Nasdaq-Europe のロンドンでのオープンが発表され、流動性の高い高成長小型株市場発展への期待が高まっている。現在は、米国のハイテク株ブームを背景として投資家の関心を集めているこれらの市場が、著しくプライベート・エクイティに偏った英国の小型株投資の流れをパブリック・エクイティに向ける事が出来るかどうかは、大いに注目されるどころと言えよう。

(3) Buy-out 市場の発展

既に Buy-out タイプのディールの比率が高い事が英国のベンチャー市場の特色である事は指摘したが、一般的には MBO (Management Buy-Out) を主体に市場が大きく発展している事が良く知られている。MBO とは、「企業幹部が外部からの資金提供を受けて、所属する部門ないし子会社を親会社から買収して独立し、オーナー経営者となる」取引を指している (これに対して、外部から入った経営者チームがメインの買収者となるディールは MBI < Management Buy-In > と呼ばれている)。この MBO は、英国の 80 年代初頭の深刻なリセッションの際に、企業の後ろ向きなリストラ・ニーズが高まる中で、不振企業を再生させる成功ディールが見られた事や、その後の継続的なリストラ圧力、国営企業の民営化などからディール機会が豊富だった事、サッチャー政権下で民間部門活性化策が唱えられ、81年の会社法改正や82年の金融法改正などの法整備によって、被買収会社の資産を担保とした買収資金の借入、自社株の買戻しに係る手続きの簡素化などが実現した事²⁰、元々、ベンチャー・キャピタル以外にも会計・法律コンサルタントといった金融周辺サービスが発展していた事、などから定着していった。

なお MBO は、通常の子会社、ないし事業分野の売却に比べ、被

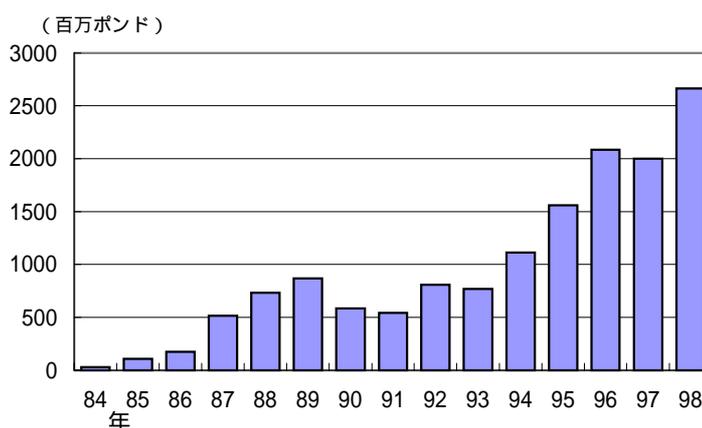
¹⁹ TechMARK は、独立した市場というよりも、既に上場しているハイテク企業を集めて作成した新たな指数である。

²⁰ このような制度面の変化については、村松[1993]を参照。

買収企業の内容審査（due diligence）の時間やコストを考慮した場合、事業内容を熟知した現マネジメントへの売却が効率的な事、当該ビジネスを分離するとは言え、戦略上、ライバル会社には渡したくない、ないし商業ベースの取引の継続を希望している場合に有効な事、単なる trade buyer に売却する場合に比べ親企業の reputation の維持が期待出来る事、といった利点を持つとされている。

MBO/MBI の市場規模はここ数年間で急激に拡大しており、既に見たようなベンチャー・キャピタル市場全体の押し上げに寄与している（図表 1 4）。もっとも、最近では大量の資金流入から、取引価格が高騰しているほか、優良案件が減少、市場はやや飽和状態になっており、98 年後半の国際的な金融市場の動揺や、当時の景気悪化見込みなども加わって、今年前半については取引が減少していると見られている。こうした中で、ベンチャー・キャピタルは新規案件の掘り起しに取組んでおり、特に、上述のような機関投資家の小型株への無関心による市場の不振に加え、事業分野が低成長セクターであったり、同族保有分などが多く浮動株が少ない、といった理由から株価が思うように伸びず、IR やディスクロージャーなどに伴うコストが相対的に割高となっている公開企業を再び未公開企業にする取引（PTP < Public to Private >）の増加が、目立つようになってきている²¹。

（図表 1 4）MBO / MBI の取引額

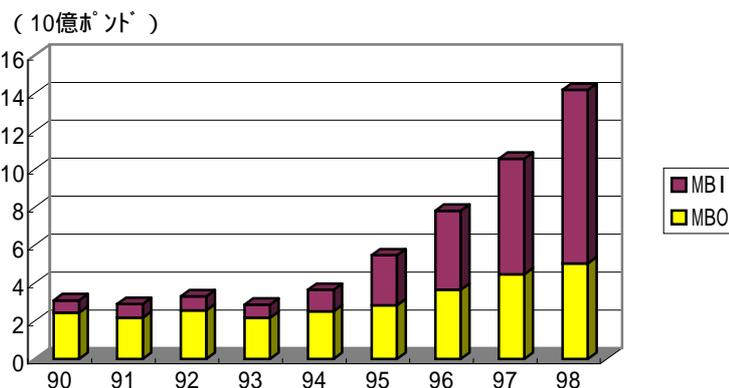


（資料）BVCA, Report on Investment Activity 1998

²¹ ノッティンガム大学の調べによると、PTP 取引は 91 年以降年間 10 件以下に止まっていたものの、98 年は 27 件、99 年入り後は上半期で 21 件と急増している。

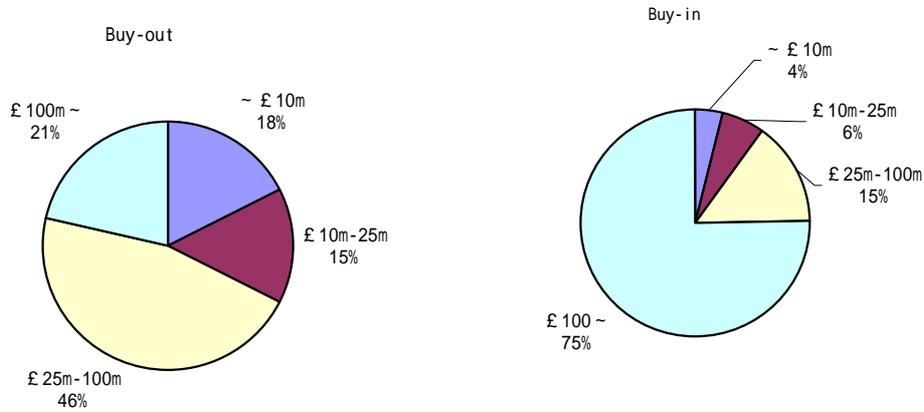
なお本稿では BVCA に所属しているベンチャー・キャピタルが行った Buy-out を対象として説明しているが、英国の Buy-out 市場自体は更に大きな規模を有している事には注意が必要である。すなわち、ノッティンガム大学が有している Buy-out 取引の専門リサーチ機関 CMBOR (Centre for Management Buy-Out Research) の調べによる Buy-out 市場の投資金額は 98 年で 141 億ポンド (前年比 + 35%) に達しており、主に MBI の急増が全体を押し上げていることが分かる (図表 15)。更にその、MBI 急増の中身を見ると 7 割弱は IBO (Investors Buy-in < ベンチャー・キャピタル自身が買収のメインとなる取引 >) が占めている。またディールを金額別に見ると、1 億ポンド以上の取引が MBI では 75.3% を占めるのに対し、MBO では 21.3% に過ぎない (図表 16)。このように、Buy-out 市場全体で、莫大な資金の流入によって、買収価格が上昇し、売り手にとって現マネジメントへではなくプライベート・エクイティ・ファンドなどに売却する方が有利な状況が増加している様子が窺われる。そうした意味で、流動性主導の 80 年代後半のブームに類似した状況が現出しつつあるとも言えるが、現段階では、レバレッジ比率などは当時に比べて低い水準にある (図表 17)。

(図表 15) Buy-out 市場全体の規模



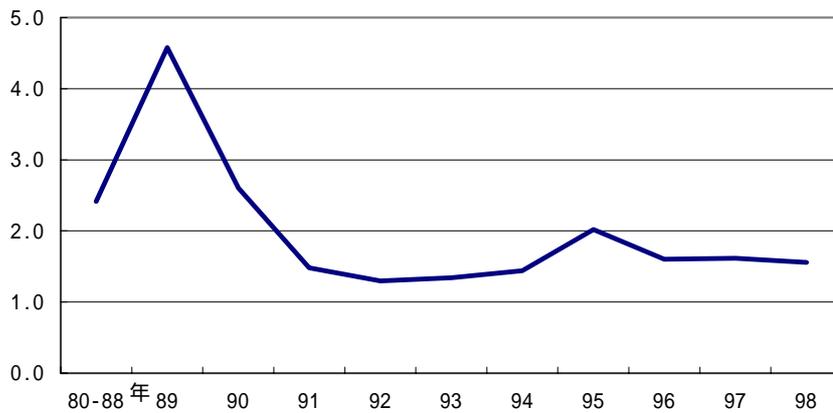
(資料) CMBOR/ Barclays Private Equity/ Deloitte & Touche,
Quarterly Review, Summer 1999

(図表 1 6) Buy-out と Buy-in の取引金額別内訳



(資料) CMBOR, Barclays Private Equity/ Deloitte & Touche, Quarterly Review, Spring 1999

(図表 1 7) レバレッジ比率



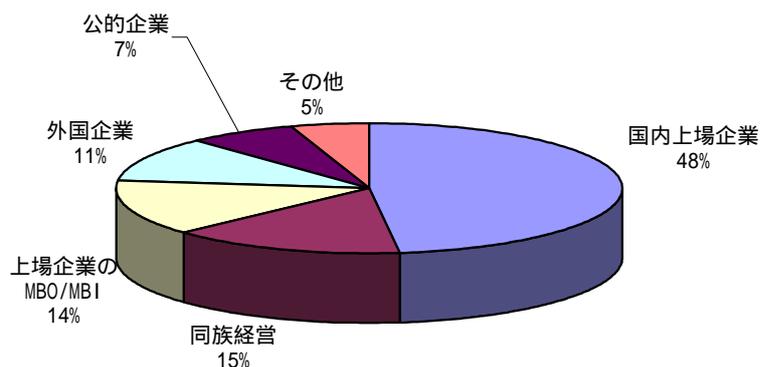
(注) 1 0 百万ポンド以上の大型MBO/MBIのみ。
レバレッジ比率 (Gearing ratio) = (デット + メザニン) / エクイティ。

(資料) KPMG, Management Buy-out Commentary, Spring 1999

こうした MBO のベンダー (売却を行う親企業) の内訳を見ると、全体の 4 8 % を上場企業が占めており、次いで、家族経営ないしオーナー企業が続いている。このように、ある程度成熟した経済において発生する、大企業の事業リストラ・ニーズ、及び中小企業の後継者問題解決ニーズが MBO 案件を生み

出す二本柱になっている（図表 18）。特に大型 MBO の主要なベンダーには、英国の大手企業グループが名を連ねており、MBO が事業リストラの有効な手段の一つとして積極的に活用されている様子が窺われる（図表 19）。

（図表 18） MBO のベンダー（売り手サイド）の内訳



（注）「上場企業の MBO/MBI」は当該企業自身を取引対象とするケースを指す。

（資料）KPMG, Management Buy-out Commentary, Autumn 1998

（図表 19） 大型 MBO の主なベンダー

企業グループ名	主な事業	件数	金額(百万ポンド)
Invensys	タイヤ、エンジニアリング	16件	2,001
British Rail	鉄道	12件	1,440
Thorn EMI Plc	音楽	8件	1,290
Bass Plc	アルコール飲料	9件	1,151
Allied Domecq Plc	食料、飲料	7件	724
Hanson Plc	小売	8件	631
Rank Organisation	娯楽	6件	352
British Coal	エネルギー	6件	337
Grand Metropolitan Plc	娯楽、アルコール飲料	5件	294
Coloroll Group Plc	塗料、住宅内装	7件	228
Sears Plc	衣料	7件	196

（資料）KPMG, Management Buy-out Commentary, Autumn 1998

(Buy-out 市場発展の評価)

一般的に、「英国においては、創業期のハイテク・ベンチャーにではなく、MBO に投資が流れてしまう」といった表現が見られる事が多い。この点については、米国において、(MBO 市場として単独で認知される事が一般的で無いにせよ) やはり発展した Buy-out 市場が存在する一方で、創業期のハイテク・ベンチャー投資が活発な事を考えれば、あまり厳密な因果関係を想定し、MBO 市場の発展自体を批判する事は建設的とは言えないであろう。しかしながら一方で、ミドル・リスク、ミドル・リターン of MBO 市場の存在が、より積極的なリスク・テイクを妨げている可能性は否定しきれない。こうした点では、最近の MBO 市場の収益性低下を受けて、ベンチャー・キャピタル側のスタンスに変化の兆しが窺われる事には注目して良いであろう。すなわち、先述のように米国におけるハイテク・ベンチャーへの投資ブームを受け、さすがに同分野への関心が高まり、投資額が増加している。また、英国のベンチャー・キャピタル業界のリーダー格である 3i 社²²が成長初期のハイテク・ベンチャーへの投資を強化する方針を正式に打出しており、その動向が関心を集めている。こうした動きは、ベンチャー・キャピタルが、Buy-out 市場における優良案件枯渇などを眺めて、これまで以上に「企業の成長を取りに行く」姿勢に転換せざるを得なくなった結果とも見られている。もっとも、このような、言わば市場間の裁定による資金の滲み出しが、長年に亘る業界のミドル・リスク指向をも変化させる強さと持続性を持ち得るものかどうかについては、今後、注意深く見守っていく必要があるだろう。

なお MBO 市場の発展自体を取り上げてみた場合、これを積極的に評価する声も少なくない。まず単純に言えば、市場競争力ないし将来性はあるものの、単純に企業戦略にフィットしなくなったため分離が必要となった事業や、継承者問題に直面した企業について、その企業価値を保持、ないし高める効果を有する事を指摘出来るであろう。また、exit において一般企業を相手にした trade sale が主流である事は、ある企業グループにとっては戦略上、不必要になった事業分野が、多角化やコア・ビジネスの強化などのニーズを持った他の企業グ

²² 中小企業金融の円滑化を企図して 1945 年に設立された ICFC (Industrial & Commercial Finance Corporation) を前身とする英国最大手のベンチャー・キャピタル。

ループに MBO を介して移転している事を意味している。むしろ、企業間の事業移転が経済に与える影響を考える場合には、M&A 活動全体を視野に入れる必要があり、本稿の対象範囲からやや逸脱するものとなるが、MBO は、小規模な事業を対象としているだけに、企業グループの肌目細かな事業ポートフォリオ変更を可能にし、企業経営の柔軟性向上に寄与していると言えるであろう。

4. おわりに

英国は、我が国や大陸欧州との比較で見た場合、流動性の高い労働市場、年金基金や資産運用業務の発展、税務、会計、法律といった金融周辺サービスの充実といった、諸条件を米国と一にしており、言うなれば米国型のベンチャー市場の発展に最も近い客観条件を備えていると言える。しかしながら、そもそものミドル・リスク指向や最近の機関投資家の保守化傾向といった一定の要素が加わる事で、皮肉な事に、ハイテク・ベンチャー市場の発展を抑えるような形で、ある種の完結した市場が形成されている。むしろ、ハイテク・ベンチャーに関しては、基礎的な関連技術力や産学の共同体制といった金融以外の側面も重要であるため、早急な結論を下すべきではないが、英国内における議論が、米国の経済社会に固有の積極的なリスク・テイク姿勢ないしカルチャー無くして、米国型の市場を再現する事は困難である、といった方向に流れるケースが多い事には、ある種の蓋然性を認め得るであろう。

なお、我が国との関連で若干コメントをすれば、国際競争の激化や IT 技術の発展などの環境変化を踏まえた前向きなリストラ・ニーズが高まりを見せている事、プライベート・エクイティ・ファンドの設立や進出が相次ぎ、その役割の認知度が徐々に高まりつつある事、といった情勢変化を考慮した場合、少なくとも MBO などプライベート・エクイティ主体のベンチャー市場が発展する素地は徐々に整いつつあると見る事が出来る。むしろ英国の例を見る限り、こうした分野中心の市場拡大は、投資家などのリスク・テイク姿勢に劇的な変化を伴わない限り、ハイテク・ベンチャー振興と二律背反な側面を持ち得るものと言える。しかしながら、事業リストラが経済活性化のための喫緊の課題であり、なおかつ中長期的にも継続する動きであると見込まれる以上、プライベ

ート・エクイティ投資の活発化自体は、一定の意義を有するものとして捉えていく必要がある。

むろん、一方で、米国型ベンチャー市場の発展に向けた取組み自体は怠る事が出来ない重要な課題であると言える。この点では先の、東証の新興企業向け新市場 (Mothers) の立上げや Nasdaq-Japan 構想のように、ハイテク中小企業のエクイティ・ファイナンス・ルートが徐々に整備されつつある事は前向きな動きとして素直に評価出来よう。しかしながら一方で、こうした市場の存在が即座に、既存の銀行貸出と代替的な資金供給ルートをハイテク中小企業に提供するものではなく、従来型の銀行をも含めて、企業成長の各ステージにおいて必要なリスク・マネーを供給する多種多様な主体が存在する事、また、

こうした新市場が高成長市場としての reputation を速やかに獲得する事、といった条件が揃って初めて、期待されるような機能を発揮し得る点を念頭に置き、今後の動向をフォローしていく必要がある。

以 上

参考文献

Angier, Patrick, "Private Equity and Venture Capital", *The Venture Capital Report Guide 1999*, FT Management, 1999

Bank of England, "The Financing of Technology-Based Small Firms", October 1996

Bleackley, Mark and Hay, Michael, "Management Buy-Outs and the Economic Cycle: The Pattern and Determinants of Activity", *Realizing Investment Value*, FT Pitman, 1994

Coopey, Richard, "Competition, Expansion, and the Enterprise Culture", *3i: Fifty Years Investing in Industry*, Oxford University Press, 1995

Financial Times, "UK Private Equity", *Financial Times*, September 17 1999

Murray, Gordon, "Venture Capital", *Small Business and Entrepreneurship Second Edition*, Macmillan Business, 1996

Philip, Davis, "Pension Fund Investments", *The European Equity Markets*, The Royal Institute of International Affairs, 1996

Wright, Mike et al., "Harvesting, Longevity and the Life Cycle of Management Buy-Out and Buy-Ins: A Four-Country Study", *Realizing Investment Value*, FT Pitman, 1994

忽那憲治、「中小企業とベンチャー・ファイナンス 日米英の国際比較」 東洋経済新報社、1997年

村松司叙、「英国のM & A」 同文館、1993年